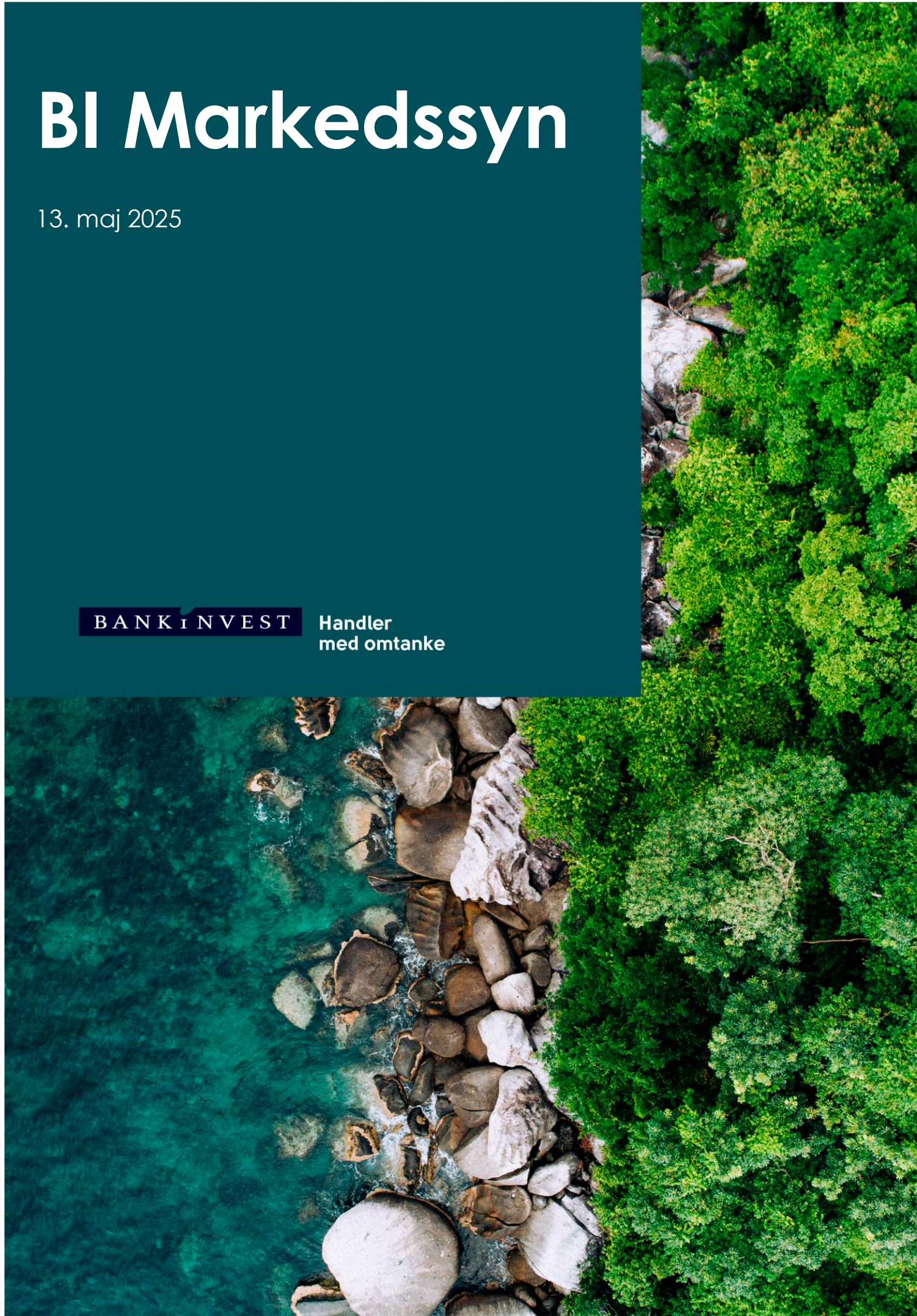


BI Markedssyn

13. maj 2025

BANKINVEST

Handler
med omtanke



Indhold

Indledning.....	2
Allokering.....	3
Makro og markederne	6

Indledning

Vi har været igennem en mærkelig og interessant korrektion. Da det var værst var VIX indekset i 50. Aktier var nede med 20%. Alle frygtede en forestående recession.

Bare et par uger efter, har aktier genvundet det tabte efter annonceringen af handelskrigen. VIX indekset står tæt på 20.

Det der består, er to ting:

- Frygten for en recession
- Første halvdel af korrektionen. Den vi kalder faktorrotationen.

Naturligvis er sandsynligheden for en **recession** forhøjet. Det er ikke væksthæmmende at introducere de højeste todsatser siden 2. verdenskrig. Det er ikke væksthæmmende at introducere usikkerhed om den verdensorden der har domineret over samme periode. Men dette er ikke nødvendigvis ensbetydende med at man bør allokere til det. For samtidigt med at sandsynligheden er stigende har vi set et pænt fald i allokeringen til aktier hos de institutionelle investorer. Noget der åbner op for en kontrær offensiv allokering.

Vi så samme mønster over 2023. Alle frygtede recessionen, af gode grunde, men den kom aldrig. Og derfor var vi vidne til et langt opsving, hvor de institutionelle investorer blev presset ind i aktier. Vi tror det samme kan gøre sig gældende nu her. For hvert nøgletal der kommer ud (f.eks. Initial Jobless Claims eller arbejdsmarkedsrapporten) og som ikke forværres, vil sandsynligheden for en recession falde. Og kommer vi igennem et par måneder/kvartaler uden kraftig forværring i arbejdsmarkedet for USA, så tror vi at man kan se igennem frygten for en recession. De samme positive drivkræfter

som betød vi undgik den i 2023 har altså været stærke nok til at vi også klare det igennem handelskrigen. Disse drivkræfter er blandt andet en høj produktivitet og store investeringer i blandt andet kunstig intelligens.

Den anden observation vi gør os, er at **vi har haft to korrektioner:**

- 19. februar til den 2. april: Faktorrotationen
- 2. april til nu: Handelskrigen

De har ikke noget med hinanden at gøre. Under faktorrotationen tog investorerne profit på de ting der havde kørt mest i 2023 og 2024. Denne rotation stoppede under handelskrigen. Under handelskrigen solgte investorerne aktier af rent. Det er værd at bemærke at cykliske aktier begyndt at outperforme de defensive allerede den 4. april.

Vi kan ikke forudsige om aktier skal svinge taktisk op eller ned over de kommende par måneder. Men vi tror stærkt på, at noget af den defensive rotation vi så i starten af året skal vendes. Det er i vores øjne derfor en god ide at købe de aktier tilbage der virkede over 2024. De aktier som faldt kraftigt over februar og marts.

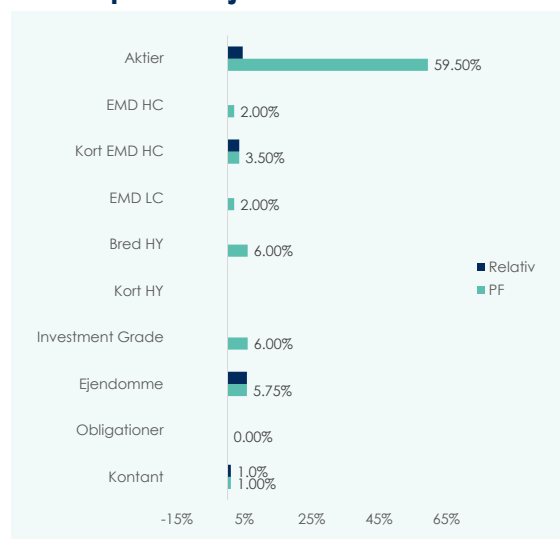
Endeligt kan vi gå tilbage til det kontrære aspekt. For sentiment og positionering er meget negativt nu her. Det åbenlyse kontrære i disse dage er at købe op i aktier, købe op i USA, og købe op i vækstaktier.

I dette skriv kommer vi ind på vores allokering og vores tanker om de kommende par måneder. Som nok forstås af indledningen, er vi stadig positive for 2025 som helhed. Det er dog en usikker verden, så investeringshorisonten er bestemt kortere end normalt.

Allokering

Vi har øget vores allokering til aktier. Dette i en forventning til at institutionelle investorer vil blive presset ind i aktier over de kommende par måneder. Sentiment og positionering er stadigvæk meget negativt. Så sandsynligheden for en gentagelse af 2023 og 2024 synes i vores øjne høj. Ydermere så er recessionssandsynligheden i vores øjne faldende med de handelsaftaler der allerede er kommet på plads.

Relativ og absolut allokering af modelporteføljen

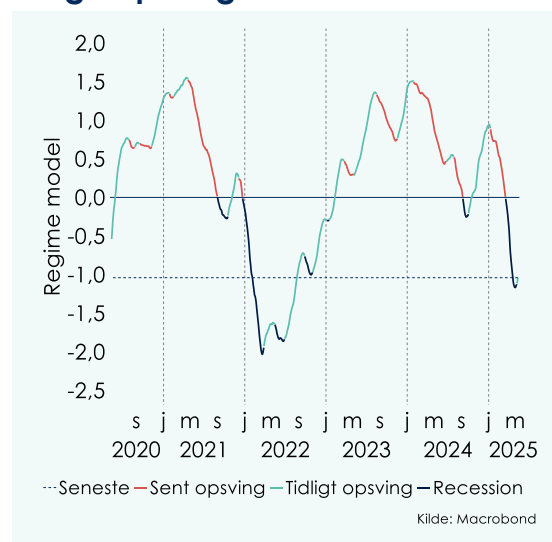


Vi har også øget allokeringen til den type cykliske aktier der klarede det bedst over 2023 og 2024. Det er en kurv af aktier som scorer højt på vækst og beta. Men som scorer lavt på kvalitet. Det er den type aktier som faldt mest over februar og marts måned.

Der er ingen tvivl om at usikkerheden er høj i øjeblikket. Og den usikkerhed vil bestå i lang tid, hvis man afventer klarhed fra de rene makroøkonomiske nøgletal. Vi skriver mere om dette i vores afsnit om Makro og Markederne. Men vi mener man bør anerkende, at markederne nu begynder at

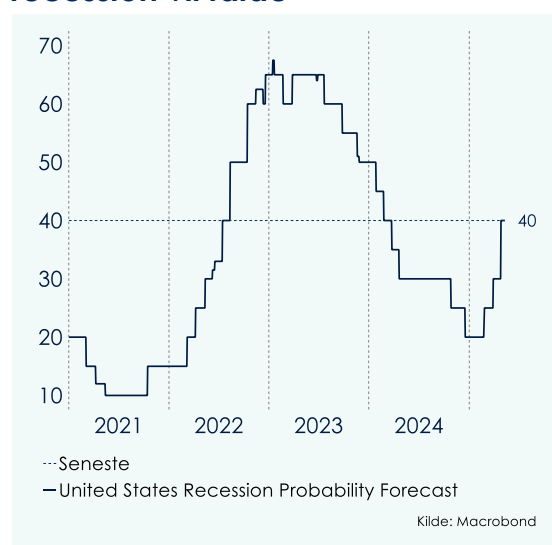
give et mere positivt billede. Vores regimeindikator kan deles op i en ren makro og en ren markeds del. Den sidste er nu ved at bunde.

Vores regimeindikator for markederne signalerer vi er i det tidlige opsving



Vi er ikke langt fra at bunde ud på samme niveauer som vi så i 2022. Det betyder at markederne signalerer vi går en periode i møde hvor sandsynligheden for en recession vil være faldende.

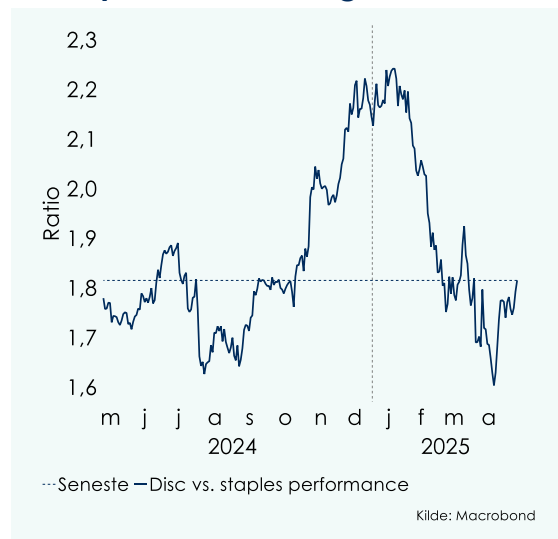
Markedets forventning til en recession vil falde



I et sådant scenarie, hvis det holder, skal man købe vækst, man skal købe cykliske aktier, og man skal ikke fokusere for meget på kvalitet. Netop denne type aktier har vi nu købt op i.

Det er her, der stadig er stort afkastpotentiale. Ser vi f.eks. på diskretionært mod stabilt forbrug så har vi korrigeret meget kraftigt over 2025. Vi forventer dette vil normalisere sig.

Diskretionære forbrugsaktier har underperformet kraftigt



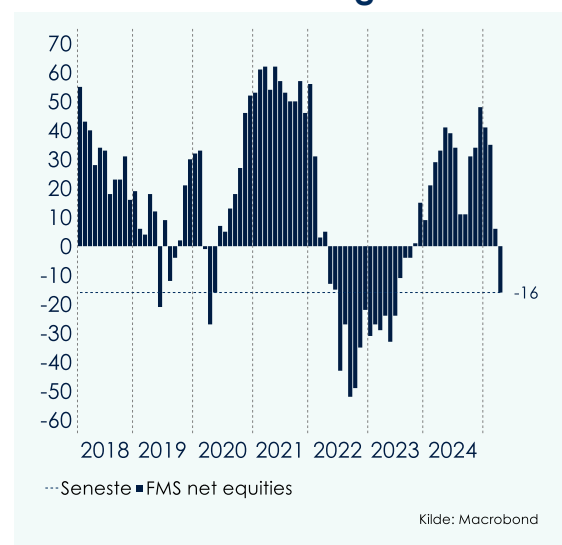
Sagt med andre ord: Vi skal over de kommende par måneder se outperformance af de mere cykliske dele af aktiemarkedet.

Den mere offensive allokering baserer sig på et view, at markederne ofte er en god ledende indikator for makro. Om end man skal respektere tillidsindikatorer som i øjeblikket svækkes kraftigt, så skal man også respektere, at markederne signalerer væksten står til at stabiliserer sig.

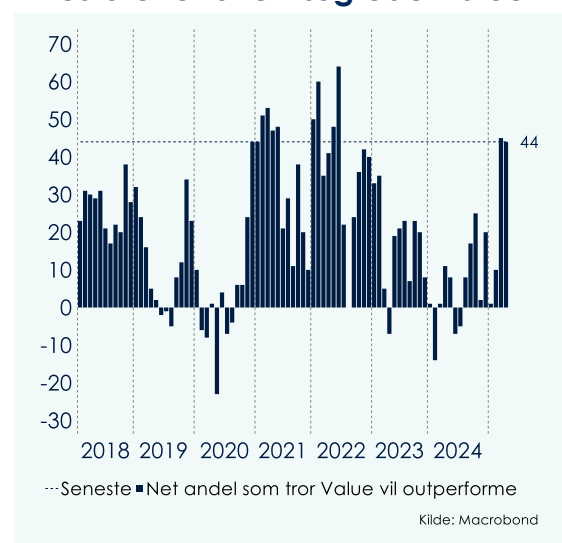
Kombineret med vores view om at vi kommer til at undgå en recession, vælger vi altså at følge dette signal.

Det er værd at bemærke at de institutionelle investorer ikke synes at ligge allokeret til et cyklisk opsving. Vi ser at de både har reduceret deres aktieeksponering kraftigt, og at de har roteret mere defensivt på sektorer. Ydermere ligger investorerne ej heller allokeret til et opsving i vækstaktier.

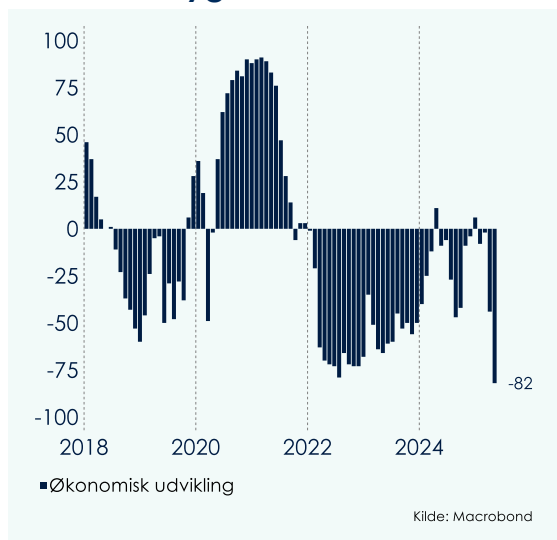
Bank of America Fund Manager Survey viser at institutionelle investorer er undervægtede aktier



Bank of America Fund Manager Survey viser at institutionelle investorer er overvægtede Value



Bank of America Fund Manager Survey viser at institutionelle investorer frygter væksten vil falde



Samme negative billede kan også genfindes for private investorer og finansielle rådgivere.

Det er derfor i vores øjne entydigt kontrært at gå mere offensivt. Og når alle er enige om at et specifikt scenarie skal indtræffe, så skal der ikke så meget til for at rykke kraftigt ved aktiemarkederne. I den modsatte retning vel og mærke.

Som en afsluttende kommentar anerkender vi at risikoen er høj i øjeblikket. Som den altid er når en god købsmulighed præsenterer sig. Såfremt økonomien vitterligt går ind i et recessionsscenarie, vil vi hurtigt gå mere defensivt igen. Men det kræver altså mere evidens i makro og markederne før vi gør det.

Makro og markederne

For godt en måned siden, 2. april, fik verden et chok: Trump svingede piskene over omverden og langede ud med sviende tariffer. Kina var fræk nok til at svare igen, og det endte med vanvittige toldmure på 125% (USA's eksport til Kina) og 145% (Kinas eksport til USA). Her medio maj ser verden pludselig bedre ud. Trump & Co. er blevet 'nice guys' med den gode finansminister Bessent i front. Nu er tarifferne reduceret fra 145% til 30% og de 125% til 10%! Det gælder så i 90 dage fra udmeldingen 12. maj. Men meget tyder på, at aftalen også derefter bliver langt mindre skadelig, end vi alle frygtede. Både ift. vækst og inflation.

Det er *ikke* det samme som, at scenariet fra start 2025 nu er tilbage på sporet. Der er sket skade i form af mere psykologiske effekter. Omverden, og USA selv, har fået nogle tæsk, og selvom der nu er godbidder, svier det stadig. Man ved ikke helt, hvad det næste bliver. Usikkerhed er sjældent godt for de private investeringer og forbruget.

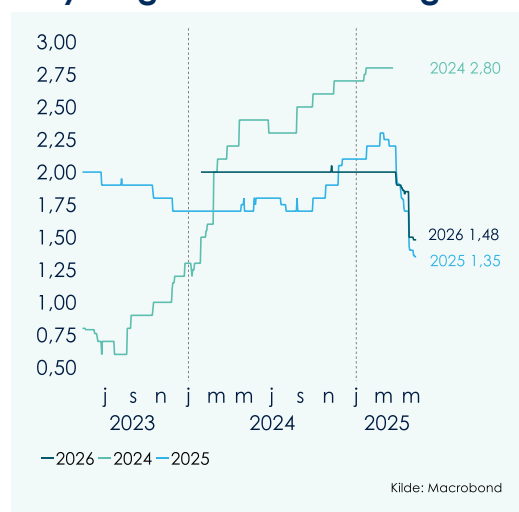
Glem heller ikke, at de todsatser, vi ender med, vil være en del højere end primo 2025. Her talte vi få procenter i effektiv handelsvægtet importtold ind i USA. Vi lander måske omkring 15%, når støvet har lagt sig. Det hele svækker væksten og øger inflationen noget i USA og globalt.

USA

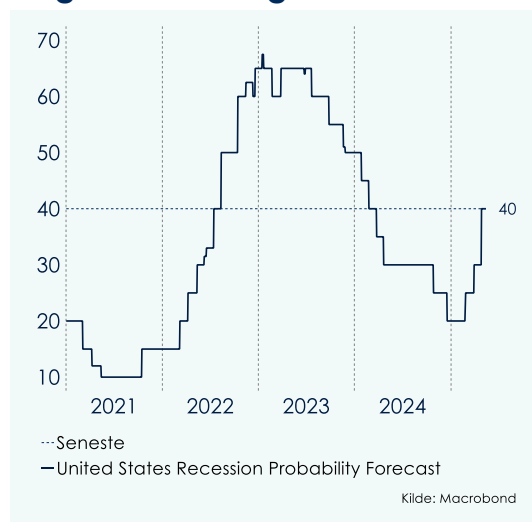
Lige nu regner økonomerne med, at BNP-væksten lander på 1,4% i 2025. Men konsensus mener også, at der er 40% risiko for recession. Der er ingen grund til at afvise risikoen for recession. Men næsten 50:50 lyder alligevel højt efter vores opfattelse. Det er klart, at økonomerne ikke har nået at indregne den nye aftale med Kina, der landede på bordet mandag morgen 12. maj. Det kommer nok til at betyde, at

recessionssandsynligheden vil falde. Det er under alle omstændigheder den konklusion, vi ser på de finansielle markeder med klart stigende aktiekurser og stigende statsrenter. Vi synes, at vækstforventningerne for 2025 virker rimelige. Vi tror stadig, at 2026 ligger for lavt med bare 1,5% forventet vækst.

Konsensus BNP-vækst i USA er faldet betydeligt for både 2025 og 2026



Sandsynlighed for recession i USA er steget til 40% ifølge konsensus



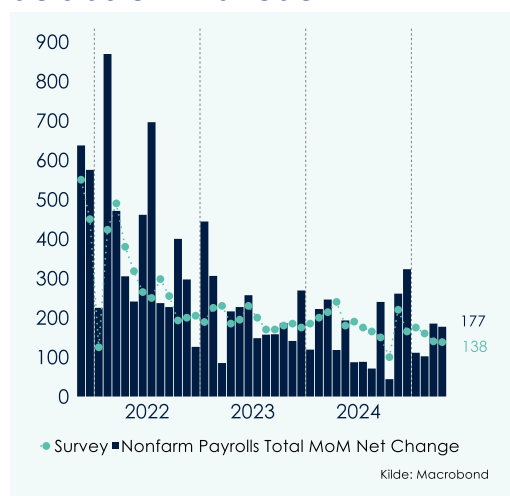
'Yale Budget Lab' har opdateret de økonomiske modeller for USA pr. 12. maj, altså efter de markante reduktioner af tarifferne mellem USA og Kina. De finder

frem til, at den effektive handelsvægtede told på hele den amerikanske import lander på 17,8%, hvis importsammensætningen er helt uændret i modellen. Hvis der sker en substitution væk fra fx kinesiske til alternative leverandører, vil satsen ligge på 16,4%. I begge tilfælde er det et væsentligt løft ift. de 2,5%, der var gældende ved årsskiftet.

Konsekvenserne i Yale's modelleringer er tydeligt negative men ikke katastrofale: Forbrugerpriserne (PCE) i USA stiger 'alt andet lige' med 1,7%, BNP falder 0,7% ift. et 'base case' og arbejdsløsheden stiger 0,4%. Til gengæld bliver der hevet flere penge i statskassen, estimeret 2.700 mia. USD over en 10-årig periode eller groft delt 270 mia. USD p.a. De penge skal vel at mærke finansiere skattelettelser! Næste fase i Trump-lejrens økonomiske politik bliver nemlig skattelettelser. Og det bør bidrage til en fornyet vækstoptimisme.

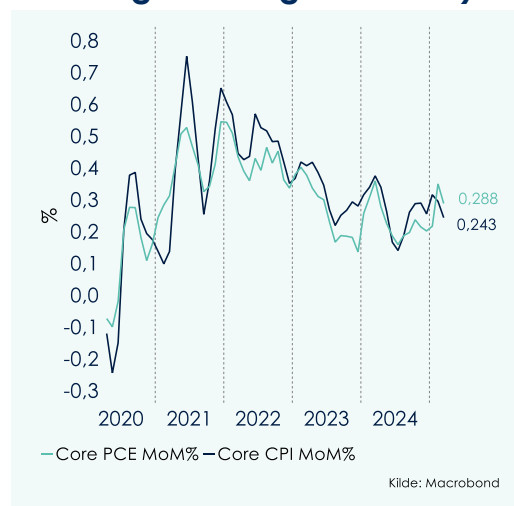
På den baggrund synes vi egentlig, at konsensus fanger en realistisk udvikling meget godt: BNP-vækst på 1,4% i 2025 og core PCE omkring 3,3% ultimo 2025. Men 1,5% i 2026 lyder lavt. Vi kan godt se væksten komme pænt over 2% igen.

Nonfarm Payrolls: Pæne stigninger de sidste 2 måneder

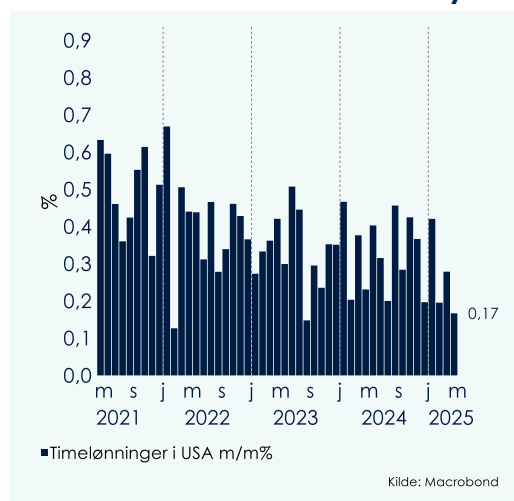


På inflationssiden hæfter vi os ved de meget moderate lønstigninger. De sidste 3 måneder er Hourly Earnings i jobrapporten kun steget 2,6% annualiseret. Det er det laveste, vi har set i lang tid. Det er absolut komfortskabende ift. inflationsudviklingen på længere sigt. Bagsiden er, at de reale disponible indkomster er under pres i øjeblikket. Vi forventer at se en bedring på det område ind i 2026 med bl.a. skattelettelser som drivkraft.

Priserne stiger for meget m/m (her 3 mdrs. glidende gennemsnit)



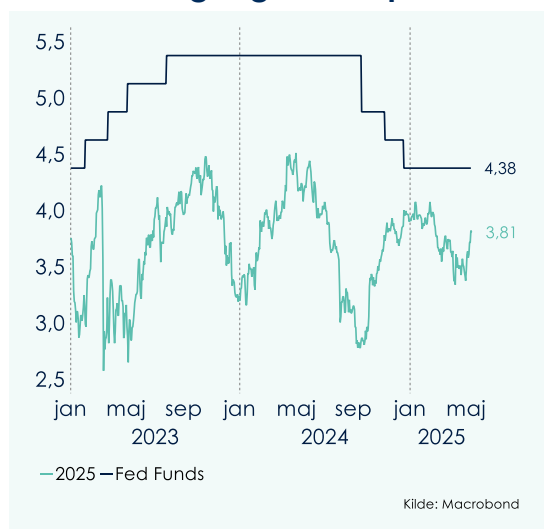
...men løninflationen falder tydeligt



Det er klart, at FED er fanget mellem forskellige prioriteringer: Arbejdsløsheden

bør ikke stige ret meget, men inflationen må slet ikke stige fra de aktuelle niveauer, som er en del over målet. Dertil kommer, at inflationsforventningerne er sprunget i vejret pga. handelskrigen. Så det er ikke helt let at være Jay Powell eller Mr. Late, som Trump kalder ham.

FED vil sænke renten i 2025. Markedet siger godt 50bp ned



Det er heller ikke helt let at spå om, hvor den korte rente ligger i USA ultimo 2025. Banen var kridtet op til store rentesænkninger tilbage i starten af april, da presset var meget stort. Nu er vi et lidt andet og noget bedre sted, økonomisk set. Markedet priser godt 2 rentesænkninger á 25bp. Vi regner selv med 50bp og er dermed tilbage på de forventninger, vi havde i starten af året.

Eurozonen

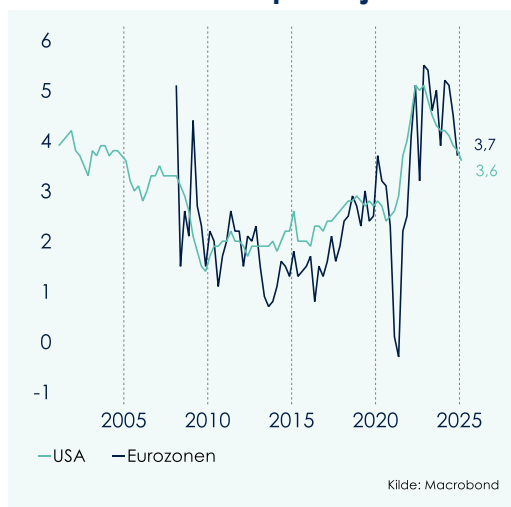
Et af de store kardinalpunkter bliver nu, hvordan handelsaftalen lander med USA. Givet de nylige aftaler mellem USA-Storbritannien og USA-Kina er der håb for en mindelig aftale. Vi regner p.t. med, at de gældende 10% på EU-eksport til USA bliver normen, og at EU's modsvar bliver meget afmålt. Det vil indebære, at presset på eurozonens økonomi vil blive noget

mindre, end vi og andre frygtede primo april. Vi tror konsensus rammer meget godt for 2025 med forventet BNP-vækst på 0,8%. Vi er noget mere optimistiske for 2026, hvor konsensus ellers peger på 1,1% vækst. De kommende år kommer til at se et 'boost' fra store investeringer i forsvar og mere specifikt i tysk infrastruktur. Vi forventer, at den nye tyske kansler Merz og CDU/CSU/SPD virkelig kommer i arbejdstøjet og kører en vækstorienteret politik igennem. Opgøret med gældsbremsen er en helt afgørende gamechanger.

Euro BNP-vækst: Konsensus for 2025 på senest 0,8%

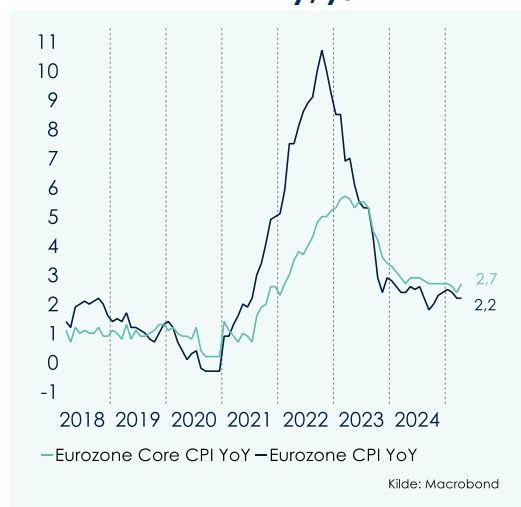


Løninflationen er på vej ned



Kerneinflationen i eurozonen ligger senest på 2,7% y/y. Estimer peger på en m/m stigning på gennemsnitligt 0,17% over de sidste 3 måneder. Det svarer til 2% annualiseret. Så fra den vinkel er ECB faktisk i mål. ECB også fokus på det samlede CPI. Det ligger nede på 2,2% y/y, ikke langt fra målet. Det er sandsynligt, at CPI y/y kommer ned mellem 1,5% og 2% ultimo 2025. Det åbner døren for yderligere rentesænkninger.

Eurozone inflation y/y%



ECB på vej under 2% i 2025

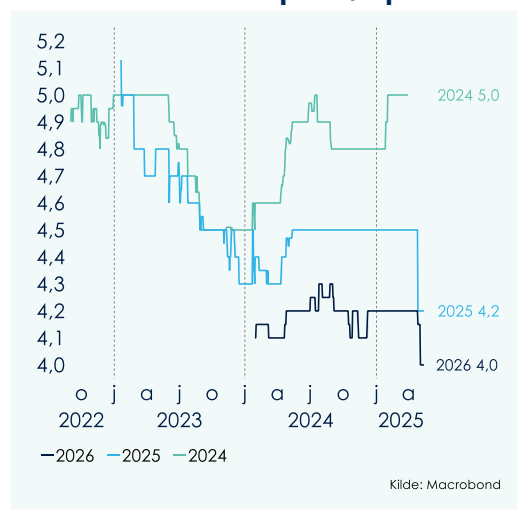


Markedet priser p.t. et fald i den korte rente fra 2,25% ned til 1,70% ultimo året. Ca. 50bp ned virker yderst rimeligt, så vi kommer ned på 1,75%.

Kina

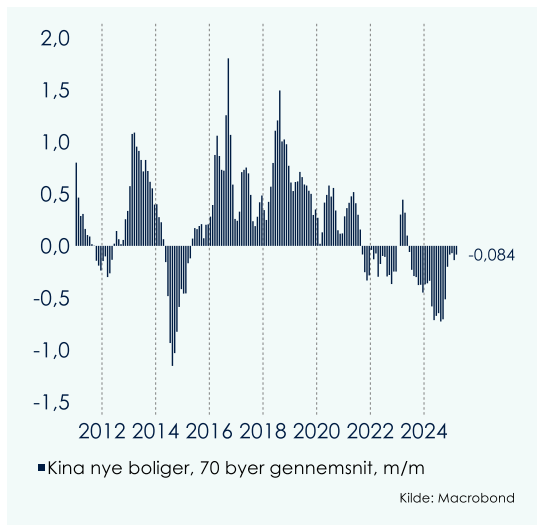
Der må være en del, der ånder lettet op i Kina. Der er forskel på 145% og 30% told! Og for importørerne i Kina en forskel på 125% eller 10%. Det vigtige bliver, at de langt mere moderate todsatser kan fortsætte efter udløb af 90-dages perioden fra 12. maj. Det regner vi med som udgangspunkt. Givet de 145% regnede vi med vækst i år på 3-4%. Nu er vækst på minimum 4% mere realistisk. Det vigtige er også, at Kina er i gang med at skrue op for den økonomisk-politiske stimulans. Det sker både via penge- og kreditpolitikken og den øvrige økonomiske politik. Fokus er i den grad rettet mod at løfte privatforbruget, der skal være en ny stor motor i landets vækstbane. Det tror vi godt kan lade sig gøre givet husholdningernes enorme opsparing.

Kinas BNP-vækst på 4% plus

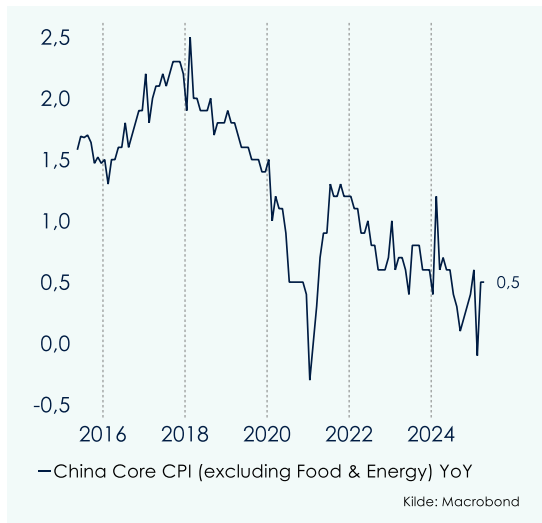


Kinas kerneinflation ligger og balancerer omkring 0%, i stor kontrast til niveauerne i USA og eurozonen. Risikoen for en deflationsspiral kan ikke helt negligeres. Men myndighederne er oplagt på vagt overfor det. Vi regner med fortsat lav inflation over de kommende 12-24 måneder men ikke et mere varigt prisfald.

Prisfaldet på nye boliger er næsten stoppet



Kinas kerneinflation tilbage over 0%

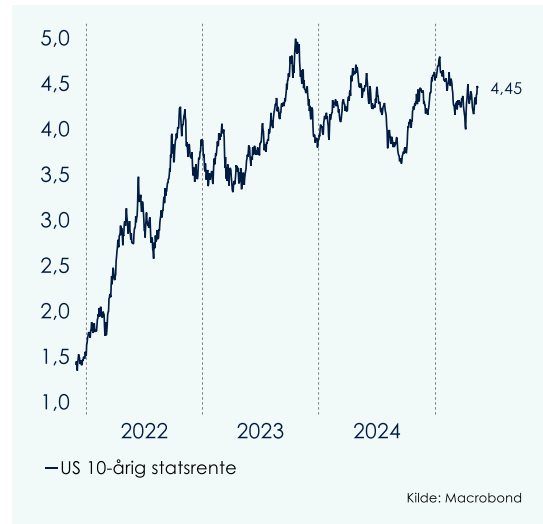


Obligationsmarkedet

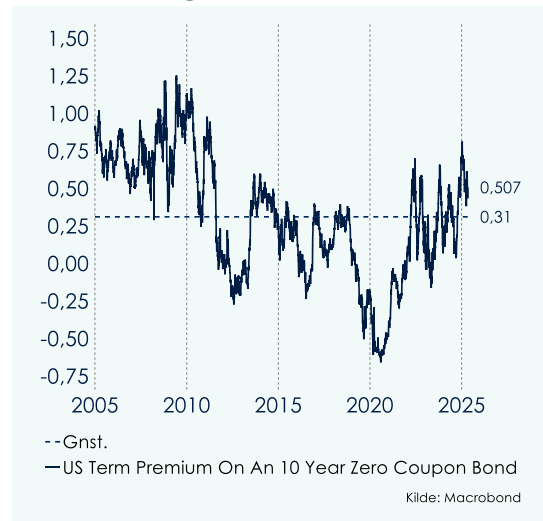
Den 10-årige amerikanske rente ligger senest på 4,45%. Niveauet er lige i midten af vores 'Fair Value' interval på 4-5%. Forventningerne til den korte rente i markedet ligger fornuftigt priset i vores optik. 'Term Premium' på en 10-årig statsobligation ligger på 50-70bp lidt afhængig af modellen, der bliver anvendt. Og det er vel også meget fair. Terminspræmien afspejler den ekstra compensation, investorer kræver for at holde en længere obligation frem for kortere obligationer, som følge af risikoen for

ændringer i renter eller økonomiske forhold. Gennemsnittet over de sidste 20 år ligger på 30-35bp. Vi ser ikke nogen grund til at ændre på vores syn om, at 4-5% er fair value. Dermed er 4,45% 'særlig fair'.

USA: 10-årig rente nær 4,5%



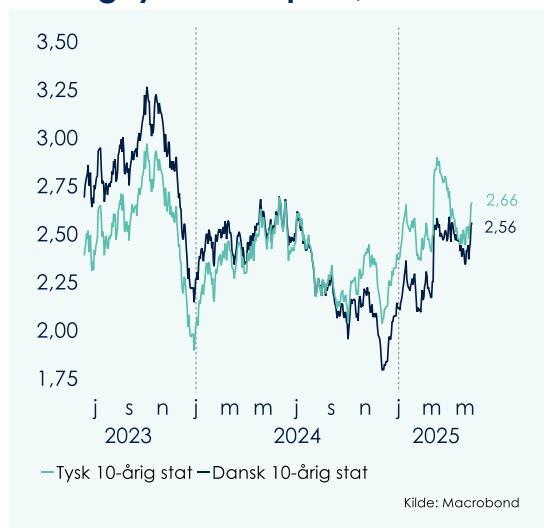
USA: 10-årig 'Term Premium' fair



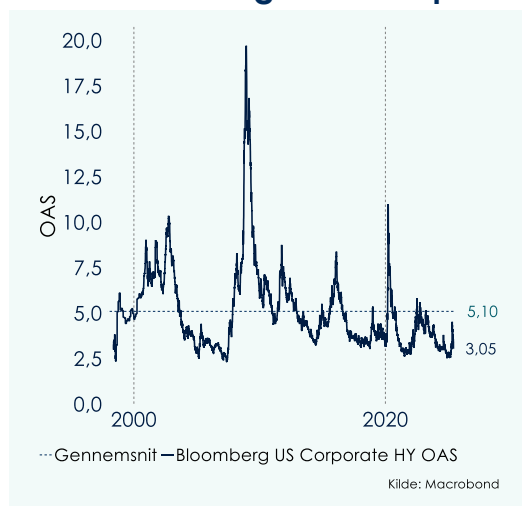
Udsigterne til en markant mere ekspansiv tysk finanspolitik fik os tidligere i år til at løfte vores 'Fair Value' interval på den 10-årige tyske statsrente +50bp til 2,5-3,5%. Renten ligger senest på 2,66%, i den nedre del af intervallet. Vi er helt med på, at handelskrigen og dele af Trumps øvrige agenda styrker appetitten på de tyske

Bunds. Så det er muligt, at vi i en god periode vil ligge i 2,5-3,0% i stedet for 3-3,5%. Det ændrer ikke på, at vi pt. synes at lange statsobligationer i Tyskland (og dermed i eurozonen og DK) er i den dyre ende. I vores optik er sandsynligheden for en stigende rentetrend større end rentefald.

10-årig tysk rente på 2,66%



US high yield rentespænd til stat er faldet markant igen til 305bp



På linje med aktiemarkedet har kreditmarkederne fået et markant come-back. Den faldende recessionsrisiko giver også faldende tabsrisiko i kreditmarkedet. Det amerikanske brede high yield marked er

tilbage nede på 305bp til stater. Det er lavt, men kan fint holde sig lavt i takt med en stigende trend på aktiemarkederne.

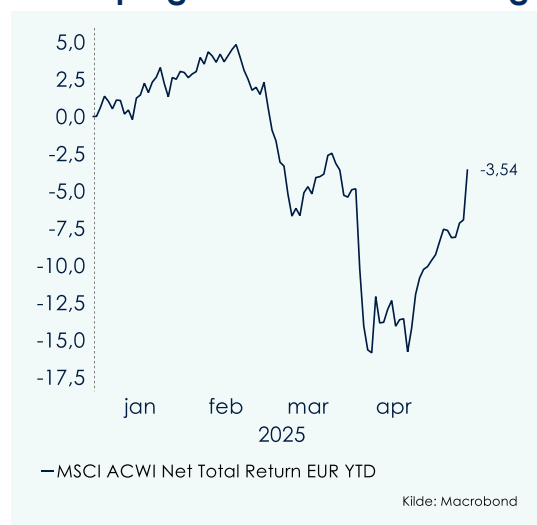
Aktiemarkederne

Afkastet på det globale aktiemarked er tilbage 'oppe på' -3,5% ÅTD. I april var vi nede på -16% på bunden. Så det er virkelig en markant forbedring. Vi ser opblødningen i handelskrigen som en meget vigtig gamechanger. I stedet for meget lav vækst, og måske recession i USA og Europa, er perspektiverne mere moderate og rigtig positive for 2026. De korte renter kommer

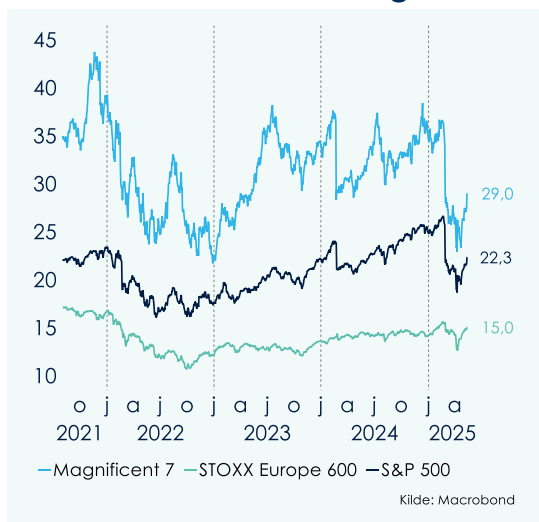
S&P500 & 200 ugers glidende gnst.



Afkast på globale aktier i bedring

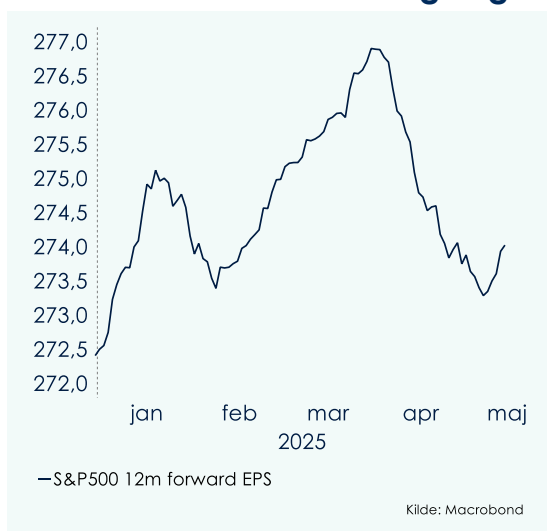


12m forward Price Earnings Ratio



sandsynligvis ned med 50bp i FED og ECB. De lange renter kan holde sig rimelig stabile. Det hele indebærer, at indtjeningsperspektiverne tegner positive over de næste 12 måneder og videre frem. Vi noterer os, at 12m forward EPS på S&P500 faktisk er begyndt at stige igen efter et mærkbart fald fra starten af april. Stigende indtjeningsforventninger er ultimativt det, der skal og vil drive aktiemarkedet højere.

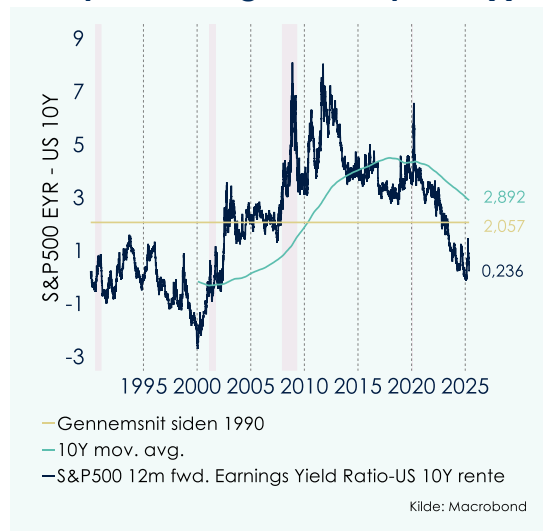
S&P500 12m forward EPS stiger igen



Vi ser én udfordring for markedet, nemlig S&P500 prisfastsættelsen. 12m forward P/E er igen oppe på 22. Det er ikke helt billigt i en

verden med forhøjet økonomisk og politisk usikkerhed og en 10-årig rente på 4,5%. Forskellen med 12m forward Earnings Yield og den 10-årige nominelle rente er nede på 24bp. Det er langt under historiske gennemsnit.

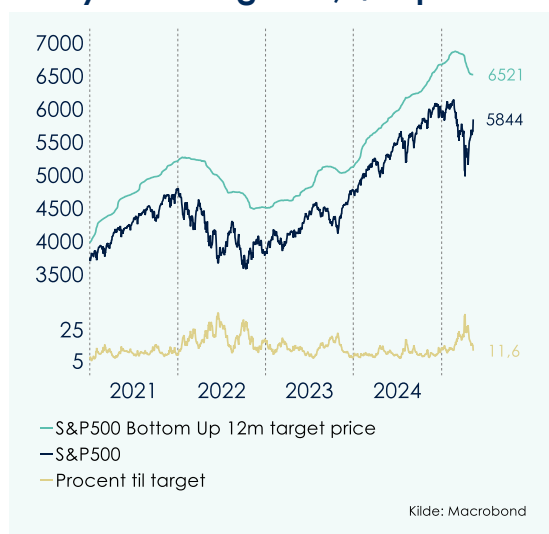
S&P500 kurstarget 12m (bottom up): Analytikerne siger 36% upside (!)



Vi forventer ikke, at den høje S&P500 valuation bliver en afgørende forhindring for en positiv udvikling over de næste 6-12 måneder. Bottom Up analytikernes target på S&P500 ligger til en kursstigning på 11,6% over de næste 12 måneder. Vi regner selv med et niveau på 6.100-6.500 på 12 mdr. sigt, svarende til et kursløft på 5-11%.

Resten af verden er heldigvis ikke nær så dyrt prisfastsat og bør fint kunne følge med det amerikanske marked. Et globalt aktieafkast på 10% i DKK over de næste 12 måneder er bestemt inden for rækkevidde.

S&P500 kurstarget 12m (bottom up): Analytikerne siger 11,6% upside



Stoxx kurstarget 12m (bottom up): Analytikerne siger 10,5% upside



Disclaimer

Materialet er produceret af BankInvest-koncernen (BankInvest) og skal anses som markedsføringsmateriale. Formålet med materialet er at give generel information og skal ikke betragtes som en investeringsanbefaling. Eventuel omtale af selskaber og værdipapirer skal alene ses i forhold til eventuelle afdelingers portefølje- og risikoprofiler. BankInvest påtager sig intet ansvar for nøjagtigheden af de angivne informationer, hvad enten de er leveret af BankInvest selv eller hentet fra offentligt tilgængelige kilder, som BankInvest vurderer pålidelige. BankInvest er ikke ansvarlig for dispositioner eller undladelser foretaget på baggrund af informationerne. BankInvest anbefaler sagkyndig og professionel vejledning ved investeringsbeslutninger. Yderligere oplysninger om BankInvest findes på www.bankinvest.dk